Changer de perspective

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA

Avec cet article, et avec ceux qui suivent, nous revenons sur la crise. Pour Tommaso Padoa-Schioppa, cette crise montre qu'il faut choisir une nouvelle route et voir bien au-delà. L'éclatement de la bulle immobilière, la crise financière et la panique qui ont suivi ne doivent pas masquer que les causes profondes des bouleversements actuels tiennent aux déséquilibres économiques globaux et à un modèle de croissance sans épargne. Il faut donc désigner les trois maux dont il faut se guérir : ce sont le fétichisme du marché, le nationalisme et l'illusion du court terme.

COMMENTAIRE

Dans le but de provoquer une augmentation de la masse de la richesse nationale, la règle générale est que le gouvernement ne fasse rien ni ne tente rien. La devise ou mot d'ordre du gouvernement en ces occasions, devrait être : Tenez-vous tranquille.

Jeremy BENTHAM, *Manual of Political Economy*, chapitre 1.

Correction ou détour ?

LA crise que nous subissons n'est pas une seule maladie, isolée, mais plutôt l'interaction de trois maladies différentes, dont chacune a son propre caractère, sa dynamique et son traitement : a) l'heure de vérité pour le déficit extérieur des États-Unis ; b) l'éclatement de la bulle immobilière et c) la grande peur. On peut dire que a) est à la base de b), qui, à son tour, est à la base de c). Les trois composants interagissent de différentes manières, finissant par produire une unique perturbation générale dans le corps de l'économie globale ; ils sont cependant distincts et doivent faire l'objet d'une analyse spécifique. Il faut donc les examiner les uns après les autres, pour étudier leurs causes, symptômes et traitements respectifs. Nous comprendrons mieux le passé, le présent et le futur si nous examinons d'abord le composant le plus profond avant de nous intéresser aux plus superficiels et aux plus visibles.

Dans la plupart des commentaires et débats, les différences d'opinion tournent – implicitement ou explicitement – autour d'une question centrale : faut-il concevoir la crise actuelle comme la *correction* d'une fausse route ou comme un *détour* par rapport à la bonne route ? Dans ce contexte, il conviendrait de donner à « bonne » et à « fausse » le sens positif de « tenable »/« intenable », et non la connotation normative de socialement et politiquement désirable/indésirable. Selon la « thèse de la correction », la trajectoire post-crise de l'économie globale devrait être

différente de celle de la période antérieure à la crise et la politique publique a pour tâche de contribuer à la conception et à la mise en œuvre de la nouvelle route. Selon la « thèse du détour », il n'y a pas besoin de modifier la trajectoire originale et la politique publique a pour tâche d'aider l'économie à y revenir. Cet article adhère à la première thèse et soutient qu'il faudra que la correction soit substantielle.

La croissance sans épargne

Le modèle de l'économie américaine de « croissance-sans-épargne » et sa dépendance à l'égard de deux facteurs : 1) la mondialisation et 2) la situation du dollar sont à l'origine de la crise.

Depuis de nombreuses années, la plus grande et la plus riche économie du monde a cessé d'épargner et est devenue structurellement dépendante de financements externes. Ses dépenses publiques et privées dépassant ses revenus, la dette des États-Unis à l'égard du reste du monde n'a cessé de croître. Elle est allée jusqu'à financer un fort degré de consommation publique et privée plutôt que de constituer le capital capable de générer le revenu supplémentaire nécessaire à son service et son remboursement.

Dans des circonstances identiques, une entreprise, un ménage ou un pays auraient été obligés par ses créanciers d'équilibrer ses recettes et ses dépenses. En effet, toutes les indications statistiques disponibles donnent à penser que la dimension et la durée du déficit extérieur américain sont sans précédent ; nombre d'autres pays ont fait face à des crises de confiance pour bien moins que ça et été obligés de procéder à des ajustements.

Comme l'a dit un jour Herbert Stein, « ce qui n'est pas tenable ne durera pas ». Pourtant, défiant les lois économiques de la gravité, l'économie américaine est restée en l'air bien plus longtemps que ne le prédisaient le bon sens et les lois physiques. En fait, les lois sont restées suspendues si longtemps qu'on a invoqué beaucoup d'arguments subtils pour expliquer que le bon sens ne s'appliquait plus.

Les deux facteurs qui ont contribué à prolonger cette suspension temporaire des lois économiques de la gravité étaient la globalisation, combinée à l'émergence de l'Asie, et la situation du dollar. En ce qui concerne le premier facteur, la libre circulation des marchandises, des services et des capitaux a permis d'élargir le fossé géographique entre épargne et investissement et de financer des importations américaines massives de biens manufacturés et de services exportables depuis la Chine et l'Inde, dont les économies connaissent la croissance rapide typique d'un processus de rattrapage. Il serait cependant inexact de considérer que leur croissance relève de la même catégorie que celle enregistrée par les petits tigres asiatiques, c'est-à-dire qu'elle est tirée par les exportations. La part des exportations dans le PIB chinois et indien est nettement inférieure à celles de la Corée, de Hong Kong, de Taiwan et de Singapour dans les années de leur plus forte croissance. Dans le cas de la Chine et de l'Inde, ce qui est immense, c'est la taille du pays, non la part des exportations. On présente parfois la dimension anormale des déséquilibres globaux comme le reflet de l'« excès d'épargne » ou de surplus asiatiques excessifs. Cependant, dans une perspective historique, c'est plutôt l'endettement externe de l'économie la plus riche et la plus avancée du monde qui paraît « excessif ».

Le second facteur qui a contribué à la suspension des lois économiques de la gravité était la situation du dollar américain. Comment l'expansion monétaire exceptionnelle a-t-elle pu soutenir si longtemps le système de « croissance-sans-épargne » sans déclencher un avertissement significatif, moins encore un mécanisme correcteur ? Pourquoi n'y a-t-il pas eu de sonnette d'alarme ? Dans des circonstances ordinaires, le rappel à la discipline aurait pris la forme d'une perte de valeur interne et/ou externe de la monnaie. Toutefois, pour les États-Unis et le dollar, les circonstances étaient tout sauf ordinaires. L'inflation des prix intérieurs à la consommation a été maintenue à un faible niveau par une offre illimitée de marchandises et de services à bas prix venue d'Asie. Quant au taux de change, la dépréciation du dollar a été retardée et amortie par l'appétit, apparemment insatiable, pour des actifs libellés en dollars qu'éprouvaient les pays ayant des surplus ; trois décennies après l'abandon du régime de Bretton Woods, la plupart d'entre eux avaient encore un lien fixe avec le dollar.

Dans un monde antérieur au 15 août 1971, les pays ayant des surplus auraient pu convertir en or la majeure partie de leurs recettes nettes d'exportation (comme le firent à l'époque l'Allemagne, la France et l'Italie), raréfiant ainsi davantage le métal précieux et finissant par provoquer un ajustement. Aujourd'hui, cependant, le rôle de l'« or » est joué par la dette du gouvernement américain, dont le débiteur possède des mines inépuisables.

Jusqu'à l'éclatement de la bulle, presque personne n'avait de raison de se plaindre de cette dynamique intenable. Les États-Unis étaient la locomotive d'une extraordinaire période de croissance internationale et l'appétit pour les actifs en dollars semblait aussi inépuisable que les mines de la dette publique. Même l'habituelle dialectique « politique » entre créancier et débiteur n'arrivait pas à se mettre en place. Peut-être que pour la Chine être le principal créancier de la superpuissance américaine constituait une valeur *politique* qui l'emportait sur le risque que la valeur *financière* du crédit qu'elle consentait finisse par se déprécier. Quoi qu'il en soit, il n'y avait aucune prime de risque importante pour les valeurs libellées en dollars.

Dans la quête au rendement, c'étaient les actifs dans le portefeuille des investisseurs plutôt que les articles dans le panier du consommateur dont les prix s'accroissaient, car il y avait trop d'argent pour un nombre insuffisant de biens. Et, bien sûr, la différence entre l'inflation du « panier » et celle du « portefeuille » est que la première appauvrit tout le monde, tandis que la dernière enrichit tout le monde, au moins pour un court moment.

Cependant, les lois économiques de la gravité ont fini par s'appliquer de nouveau. Et, lorsque la toute dernière bulle, l'immobilier (plutôt qu'un actif moins fondamental pour l'économie, comme les stocks de technologie à l'ère d'Internet), a éclaté, cela a déclenché un processus d'ajustement qui ira probablement bien au-delà de l'effet limité sur « l'économie réelle » d'un cycle en dents de scie. Il est en effet probable qu'il atteigne la strate géologique profonde d'où est parti l'actuel tremblement de terre.

On n'a encore jamais vu qu'un déséquilibre extérieur se corrige sans dépréciation de la monnaie et ralentissement de l'économie – et plus est grand le déséquilibre, plus la correction est profonde et longue. La correction du déficit extérieur massif des États-Unis, qui aurait dû se produire depuis longtemps, est à la base de la crise des *subprimes.* Ce dont on n'a pas encore totalement pris conscience.

L'éclatement d'une bulle

Le second composant de la crise, l'éclatement de la bulle immobilière, commencé fin 2006, paraît à première vue n'être qu'un autre épisode de la longue série de cycles en dents de scie de l'après-Bretton Woods, inaugurés par la crise de la dette en Amérique latine. En effet, sa dynamique ressemble beaucoup à celles des autres crises récentes qui, à leur tour, suivaient le modèle classique des crises financières décrites dans les livres d'histoire. Cependant, s'en tenir à cette analogie serait une interprétation réductrice. Dans cette crise, la combinaison de multiples facteurs a créé une mosaïque complexe inégalée.

La bulle des *subprimes* a une nature *globale* et *systémique* sans précédent. Elle est partie du centre de l'économie mondiale, à la différence des épisodes précédents, intervenus dans des pays émergents, comme le Mexique, l'Argentine, la Corée, l'Indonésie et la Russie. À la différence des précédentes crises dont le centre était aux États-Unis, telles que celle des caisses d'épargne, les institutions qui sont aujourd'hui dans l'œil du cyclone sont les institutions financières américaines les plus grandes et les plus connectées au reste du monde.

De plus, l'éclatement de la bulle a des conséquences *économiques* et *sociales* exceptionnellement importantes. Elle a des répercussions économiques parce qu'elle détruit ce qui a été, pendant les dix ou quinze dernières années, un moteur essentiel de la croissance économique américaine : la forte propension des ménages à consommer. Ce *boom* de la consommation s'appuyait à son tour sur la hausse continue des prix de l'immobilier. Ceux-ci constituaient la principale source de la nouvelle richesse des familles américaines moyennes. Pendant cette période, les ménages américains ont peu à peu pris l'habitude de dépenser non seulement les gains en capital qui avaient déjà été générés, mais aussi ceux escomptés d'une future hausse des prix immo-

biliers. Les institutions de crédit ont encouragé ce comportement. Observateurs et hommes politiques faisaient l'éloge de l'accès des familles à bas revenus à cette forme particulière de richesse, d'autant plus qu'elle contrebalançait l'octroi de baisses fiscales aux riches plutôt qu'aux pauvres, ainsi que l'inégalité croissante des revenus. Les conséquences sociales de l'effondrement des prix de l'immobilier sont profondes. Des millions de familles américaines à bas revenus découvrent à présent que leur « richesse » n'était qu'une illusion et sont soudain confrontées à une réduction dramatique de leur niveau de vie. De surcroît, les contrats hypothécaires eux-mêmes incitent fortement l'emprunteur à abandonner sa maison si sa valeur tombe au-dessous du montant de l'hypothèque. C'est peut-être un moyen facile de se sortir d'une obligation financière insupportable, mais il entraîne un douloureux déracinement social et psychologique.

Enfin, l'éclatement de la bulle immobilière a un fort degré de complexité en matière de technique financière, complexité qui était difficile à maîtriser dans la phase de montage et qui l'est d'autant plus durant le démontage. En raison de l'insuffisance de contrôle de la part de la direction des entreprises privées et des autorités de régulation et de supervision publiques, on a laissé des éléments, tels que le modèle « octroi, puis cession de crédits », les incitations perverses insérées dans les modes de rémunération des dirigeants des institutions financières, la nature procyclique des normes de régulation et de comptabilité, l'inadaptation et les abus commis par les agences de notation, se transformer en *cocktail* explosif que personne ne semble capable de désamorcer.

Même en laissant de côté ses relations étroites avec les deux autres composants de la crise (« l'heure de vérité » des déséquilibres externes américains et la panique), l'éclatement de la bulle immobilière présente donc un défi économique, social, financier et politique bien plus important que tous les épisodes précédents d'instabilité financière que nous avons subis au cours de ces dernières décennies. Aucune autre bulle ne combinait autant de facteurs contraires. Il n'y a pas de manuel d'instructions pour traverser ce typhon.

La Grande Peur

En déposant son bilan, le 15 septembre 2008, Lehman Brothers a ajouté un choc dramatique à une crise qui ébranlait déjà les marchés et les dirigeants politiques depuis un an et demi. L'impensable se produisit. Presque tous les opérateurs des États-Unis et du monde entier pensaient que Lehman était trop gros et avait trop de ramifications pour faire faillite. Ils y croyaient tellement qu'ils étaient disposés à se prêter les uns les autres sans examen approfondi. Leur complaisance fut fragilisée par le choc d'août 2007 et entièrement détruite lorsque Lehman démontra que l'idée qu'on pouvait être « trop gros pour faire faillite » était fausse. L'argent et le crédit cessèrent presque complètement de couler.

Avec la mort de Lehman, la crise s'est diffusée bien plus largement qu'avant dans le secteur financier mondial et la soi-disant « économie réelle ». Un grand nombre d'institutions du monde entier avaient en portefeuille le passif et les produits de la banque d'investissement qui venait de s'effondrer. Une fois déclenchée, la peur s'est rapidement propagée du secteur du crédit aux marchés boursiers. La « ruée » ne se traduisit pas par des queues de veuves et d'orphelins aux portes des banques pour convertir leurs dépôts en liquide, mais par l'intervention de financiers très subtils qui bloquèrent les lignes de crédit, mirent en réserve des liquidités dans leurs livres et refusèrent de refinancer des dettes venues à échéance. On était subitement passé d'un vorace appétit de risque à un état d'aversion extrême à son égard. En tant que sentiment collectif, la peur était irrationnelle. Du point de vue de chaque opérateur pris individuellement, il était cependant parfaitement rationnel de suivre aveuglément le troupeau.

De même qu'une richesse imaginaire, créée par l'euphorie du marché, peut être matérialisée par ceux qui sont capables de choisir le moment opportun pour y entrer et en sortir, la richesse réelle peut être détruite par une panique irrationnelle. Une société, par ailleurs saine, peut être conduite à la faillite si le public croit aux fausses rumeurs sur sa santé. C'est particulièrement vrai des institutions financières et notamment des banques fortement endettées qui empruntent à court terme pour prêter à long terme.

On ne peut venir à bout de la peur collective que par la présence, *à l'extérieur* de la foule paniquée, d'une force puissante et rationnelle qui arrête le troupeau avant qu'il se jette du haut de la falaise. C'est, par définition, ce pour quoi sont mandatées les autorités publiques telles que banques centrales, superviseurs, départements du Trésor et parlements. Si le troupeau ne recouvre pas spontanément ses esprits, ces institutions doivent user de leur autorité pour restaurer l'ordre. Elles sont le dernier recours.

Quelle correction ?

Fin 2008, la grande peur n'était pas encore finie. Comme un enfant après une crise d'hystérie, la finance internationale pouvait encore, à tout moment, être plongée dans la confusion par le moindre bruit ou contretemps. Pour éviter de graves dégâts à l'économie, il est urgent que le système financier se remette rapidement à fonctionner, de même qu'il faut vite rétablir le flux d'oxygène dans le cerveau après une attaque pour éviter des dommages neurologiques irréparables. En même temps, il devenait chaque jour plus urgent de traiter les deux autres maladies impliquées dans la crise – la bulle des *subprimes* et les déséquilibres macroéconomiques.

Ces nécessités concurrentes ont créé deux complications majeures : chaque maladie affecte le cours des deux autres ; or, remédier à l'une risquerait d'aggraver les autres. Par exemple, la peur et la panique générales pourraient entraîner une véritable *paralysie* de l'activité économique, plutôt que le simple *ralentissement* nécessaire pour encourager l'augmentation du taux d'épargne aux États-Unis et donc pour corriger les déséquilibres macroéconomiques. À son tour, cette paralysie imposerait une stimulation économique, qui pousserait davantage encore les États-Unis à une épargne négative, ce qui retarderait la correction finale des déséquilibres. De même, les injections massives de liquidité nécessaires pour faire repartir les prêts interbancaires présentent des risques identiques à ceux de la politique monétaire excessivement expansionniste qui a eu d'abord pour effet de faire gonfler la bulle immobilière. Ces exemples montrent comment la nature composite de la crise a créé un conflit difficile à résoudre entre les nécessités d'une politique à court terme et celles d'une politique à long terme.

Le cliché, souvent répété, que cette crise était à l'origine financière et qu'elle est devenue économique est inexact. Les racines de la crise sont autant à Main Street qu'à Wall Street. Le fait est qu'il y a eu pendant longtemps un déséquilibre économique fondamental, dont la correction a été excessivement retardée par une bulle financière. Lorsqu'elle a fini par éclater, elle a déclenché une panique sur les marchés. Ce qui a pour conséquence que l'économie est confrontée simultanément à trois défis : la correction des déséquilibres fondamentaux, le désendettement imposé par l'éclatement de la bulle immobilière et le resserrement du crédit causé par une extrême aversion pour le risque.

L'analyse précédente montre qu'il faut que la trajectoire de l'économie d'après la crise soit nettement différente de ce qu'elle était avant que la crise ne frappe. Celle-ci exige une correction fondamentale plutôt qu'un détour temporaire. Cette correction devra être davantage qu'un ajustement ordinaire du prix ou de la quantité, du genre de ceux que produit normalement le mécanisme du marché, sans aller cependant jusqu'à un changement de régime complet. Il faut quelque chose entre les deux.

Nous savons que la force du système de marché n'est pas d'éviter les erreurs, mais de les permettre et de les corriger ensuite. Son fondement philosophique n'est pas l'utopie d'une économie sans défaut, mais l'acceptation de la faillibilité humaine. Dans un tel système, les prix sont le principal vecteur d'ajustement. Et les prix sont un mouvement perpétuel, qui se traduit par des changements et des tendances horaires, journalières, trimestrielles et même pluriannuelles. Tous ces mouvements sont des « ajustements », déclenchés par de nouvelles informations ou par la révision des jugements portés sur une précédente information disponible. Mais l'importance et les conséquences de ce genre d'ajustements sont variables. La plupart sont inoffensifs. Certains peuvent être mortels pour des entreprises individuelles ou des ménages, mais inoffensifs pour le système. D'autres peuvent cependant affecter toute l'économie, même s'ils n'y portent pas atteinte de manière permanente. Le mot « crise » est approprié lorsque l'ajustement est particuliè-

rement perturbateur et que le retour à une route durable est particulièrement laborieux.

Où la crise actuelle se situe-t-elle sur cette échelle ? Ce n'est pas un épisode ordinaire d'instabilité financière, inévitable dans un système de marché. En fait, sa gravité dépasse celle des crises financières qu'on a connues il y a deux ou trois décennies. À l'autre extrême, cependant, ce n'est pas non plus, comme le prétendent certains, l'effondrement final du capitalisme ou de l'économie de marché ; ce n'est pas l'équivalent de la chute du Mur de Berlin, qui marquait la fin du système de planification centrale. C'est « seulement » la crise finale d'une forme particulière de l'économie de marché. Pour sauver le système du marché et le rendre à la fois plus fonctionnel et plus acceptable pour les populations du monde entier, nous devons identifier et corriger les défauts qui ont permis au modèle non tenable de « croissance sans épargne » de se prolonger aussi longtemps.

Identifier les défauts

Deux points différents – correspondant aux fonctions distinctes de gestion et de prévention d'une crise – sont inscrits à l'agenda politique : comment sortir l'économie de son bourbier actuel ? Comment réformer le système économique et financier pour éviter que cela se reproduise ? Avant de traiter cette question, il convient de souligner l'interaction entre prévention et gestion de crise.

Réfléchir aux réformes impose d'avoir conscience que la crise et les politiques adoptées pour la gérer façonnent une réalité nouvelle, c'est-à-dire qu'elles constituent en elles-mêmes une sorte de réforme. Et c'est cette nouvelle réalité, plutôt que la configuration antérieure à la crise, que doit prendre en compte la planification de l'avenir. Ce qu'illustre la résurrection de la banque universelle, avec la transformation de Goldman Sachs, Morgan Stanley et American Express en sociétés de *holding* bancaire, ou la chute de Lehman et le rachat de Bear Stearns et de Merrill Lynch, qui ont produit une concentration supplémentaire.

De plus, nous devrions savoir que la tâche de réformer le système commence *avant* que la tâche de gestion de la crise soit achevée. En effet, nombre d'actions entreprises par les autorités publiques pour sortir l'économie du bourbier sont choisies en ayant à l'esprit le monde postérieur à la crise et la planification de ce monde commence bien avant la fin de la crise. Pour faire une comparaison avec la Seconde Guerre mondiale, il convient de se souvenir que les conférences de La Havane, de Bretton Woods et de San Francisco (qui ont élaboré le système de l'après-guerre) se sont tenues alors que la guerre faisait toujours rage et que les puissances se battant en Europe n'avaient pas pour simple stratégie de gagner la guerre, mais aussi de redéfinir les frontières d'après-guerre.

Enfin, le système légué par la crise ne devrait pas être considéré comme sacré par ceux qui sont chargés de la reconstruction postérieure à la crise. En effet, certaines interventions publiques requises et justifiées par l'urgence devront être rapidement inversées, une fois la tempête passée ; les injections de capital public et l'acceptation de nantissements douteux par les banques centrales sont de bons exemples. L'un des buts majeurs des réformes est précisément d'éviter la répétition de certaines mesures indésirables que l'urgence avait rendues nécessaires. C'est aussi le cas des changements structurels produits par la tempête, telles que de nouvelles concentrations bancaires qui ont fait apparaître un grand nombre d'institutions jugées « trop grosses pour faire faillite ». On peut avoir de bonnes raisons de poursuivre la déconcentration dans le cadre de la reconstruction postérieure à la crise.

Cela dit, dans ce qui suit, on ne recensera pas les nombreux et très pertinents points techniques, inscrits au long programme de réforme, tel que le rôle des régulateurs, une nouvelle spécification des institutions soumises à régulation, les normes de comptabilité, l'accès aux mécanismes de financement de la banque centrale, les politiques de rémunération des directeurs et des gestionnaires, la dimension procyclique des mécanismes de régulation, les agences de notation et l'infrastructure financière. On traitera en revanche de ce qui, selon moi, devrait être considéré comme les défauts fondamentaux qui se sont développés au cours des trois dernières décennies dans le système de marché. La forme conceptualisée sous laquelle je présenterai ces défauts peut paraître un peu éloignée de la ligne de front du débat actuel. Cependant, cette conceptualisation est un moyen d'atteindre la réalité centrale, et non d'y échapper.

Je pense que cette crise est due à trois défauts : le fondamentalisme du marché, le nationalisme et le court-termisme. Aucun d'eux n'était inconnu avant les récents événements, bien que tous n'aient pas été, ou ne soient pas, également reconnus comme des défauts. Nous nous bercerions d'illusions si nous prétendions que les ravages de cette crise sont dus à des aspects nouveaux et mystérieux de la nature humaine et de l'activité financière. La peste n'a pas été provoquée par une bactérie inconnue ; elle aurait pu dans une large mesure être évitée par une prophylaxie ordinaire. On savait que la cupidité est un facteur dangereux, qui dégénère facilement en manipulation et en fraude. On savait que le bon fonctionnement d'une économie de marché repose sur un mélange d'actions privées et publiques et que la main invisible ne produit de prospérité collective que si elle opère à l'intérieur d'un cadre législatif, de régulation et de supervision. On savait aussi, en gros, comment ce cadre devait être construit et comment il devait opérer.

Le fait que le côté public de l'équation ait été progressivement négligé au cours des trois dernières décennies constitue une défaillance politique. Si les acteurs privés ont échappé au contrôle de leurs régulateurs publics, c'est parce que les dirigeants politiques les ont laissés faire, voire ont activement démantelé le rôle de surveillant du marché qu'a le secteur public. Ce qui revient à dire que c'est la politique, plutôt que le dynamisme naturel, qui est à blâmer. On considère d'habitude que les défaillances politiques sont dues à l'intervention excessive du gouvernement ; elles étaient dues ici à son absence d'intervention. Il convient donc d'admettre qu'il appartient à la politique publique, et non au marché lui-même, de corriger ces défauts. Il n'y a bien sûr aucune certitude qu'une politique puisse résoudre tous les problèmes apparus, mais il ne fait guère de doute que la plupart des changements nécessaires ne peuvent venir que d'une politique publique et non d'un ordre hayekien tenant de la génération spontanée.

Le fondamentalisme du marché ou l'abdication de la politique

C'est dans le domaine des idées économiques que se trouve la principale défaillance politique à la base de cette crise. Il s'agit de la conviction fallacieuse que les marchés en général, et les marchés financiers en particulier, sont capables de se réguler eux-mêmes et n'ont donc pas besoin de régulation publique. Cette idée radicale, qu'on peut qualifier de fondamentalisme du marché, est soutenue par l'aile extrémiste du vaste mouvement intellectuel favorable au marché, qui a guidé la pensée économique et déterminé la politique pendant les trente dernières années. Ce mouvement était apparu en réaction aux excès de l'activisme politique et de la méfiance à l'égard des marchés de la période précédente.

Au cours des cinq décennies qui ont suivi la réponse erronée au *krach* de 1929 et l'expérience du *New Deal,* l'idée que l'intervention du gouvernement était une composante nécessaire de l'économie de marché a connu une évolution : d'opinion provocatrice, elle est passée au statut d'orthodoxie admise, pour devenir enfin le cadre de référence de la politique économique. Dans les années 1950, l'intervention active du gouvernement n'était encore acceptée qu'avec prudence, mais, vers le milieu des années 1960, elle était devenue le courant de pensée majoritaire. Il alla souvent trop loin, au point de produire des excès d'activisme politique qui étouffaient la liberté économique et multipliaient les interférences étatiques et bureaucratiques dans le monde des affaires.

Vers la fin des années 1970, la faiblesse de la croissance, l'importance de l'inflation et des déficits publics provoquèrent un retour de balancier. Le processus commença au Chili, avec les économistes de Chicago engagés par Pinochet, et se poursuivit avec l'accession au pouvoir de Margaret Thatcher (1979) et de Ronald Reagan (1980). On finit par en revenir à l'hypothèse de Jeremy Bentham que « l'interférence [du gouvernement] est à la fois généralement nécessaire et généralement pernicieuse » (c'est en opposition à cette idée que Keynes avait évoqué de manière célèbre *La Fin du laissez-faire* en 1926). « Restez tranquille ! » était l'avertissement adressé par Bentham aux gouvernements. « Le marché le sait mieux » fut le cri de guerre de la phalange grandissante de nouveaux volontaires bataillant – dans les universités, les salles de marché, les comités éditoriaux des journaux, les *think tanks,* les banques centrales, les départements du Trésor et les commissions parlementaires – pour qu'il y ait moins de

gouvernement, moins de réglementation et plus de sélection darwiniste (encore qu'en matière scientifique, certains de ces mêmes volontaires fussent créationnistes).

Le fondamentalisme du marché a pris un grand nombre de formes. Pendant les deux dernières décennies, le programme des politiques publiques à l'égard du secteur financier a essentiellement consisté à supprimer les barrières réglementaires, à résister aux appels réclamant qu'on soumette à une régulation les nouveaux acteurs, à brouiller les frontières entre institutions autorisées et non autorisées et à s'approcher d'un retour à la pleine liberté bancaire (*free banking*). La dérégulation était devenue le point culminant, parfois presque exclusif, des programmes de politique économique. Selon Alan Greenspan : « [...] nos rôles de régulateurs nous amènent de plus en plus à compter sur une autorégulation similaire à celle qui émergea, sous des formes plus primitives, aux États-Unis dans les années 1850 ». Un membre éminent de la Commission européenne soutint que « moins est plus ». Les autorités politiques devinrent non seulement non interventionnistes, mais activistes de la dérégulation. Ils professaient même l'agnosticisme face à des concepts économiques essentiels comme le taux de change d'équilibre, le taux d'intérêt naturel, l'inflation sous-jacente et le niveau du plein-emploi. La complexité du calcul de ces concepts et d'autres du même genre servait d'argument pour les exclure de la boîte à outils de politique analytique. La seule « réalité » était l'opinion du marché ; toute tentative pour avoir une vision politique constituait une interférence illégitime et était analysée comme la preuve indirecte d'une hérésie. On peut considérer tout cela comme une abdication par les autorités publiques (les hommes politiques autant que les fonctionnaires) de leurs responsabilités institutionnelles.

Les trois décennies au cours desquelles le balancier est passé d'un activisme excessif au fondamentalisme du marché sont celles au cours desquelles les institutions publiques (banques centrales, régulateurs financiers, etc.) ont mené et gagné la bataille de leur indépendance par rapport aux organes politiques. Elles se sont battues non seulement au nom de la nature technique de leurs tâches, mais aussi pour essayer de ressusciter les principes du marché. On a peut-être insuffisamment compris que l'émancipation de ces institutions de la politique menaçait de les soumettre aux intérêts des milieux d'affaires, en particulier à une époque où le prestige intellectuel et social du secteur privé masquait la grandeur du service public. Il faut regretter que peu de responsables publics connaissent la littérature économique qui traite du risque de capture du régulateur.

Malheureusement, un excès ouvre la voie à un excès inverse. Le total abandon par les autorités publiques de leur tâche de prévention des crises a contribué à un effondrement systémique. Il a eu pour effet qu'aujourd'hui, les mêmes autorités cessent de croire au marché et se rallient à de larges interventions publiques sur le marché. À présent que le balancier a atteint son point extrême, ceux (comme l'auteur de cet article) qui préfèrent qu'il soit au centre, confortablement installé entre l'anarchie économique et l'intrusion gouvernementale, doivent se préparer à se battre pour défendre à nouveau les principes du marché.

Réduire la coupure entre le marché et les politiques nationales

C'est dans les institutions que se situe la seconde défaillance du politique à l'origine de la crise : le fossé, qui n'a jamais été comblé, entre le champ d'action des marchés et celui des politiques publiques. Au lieu de se réduire, ce fossé s'est accru au cours des ans, rendant les politiques de plus en plus inefficaces. Au cours des six dernières années, le commerce international s'est développé à un taux annuel moyen qui est approximativement le double de celui du PIB mondial. La mobilité internationale du capital – qui n'existait pratiquement pas au lendemain de la Seconde Guerre mondiale et était réprimée sous le régime de Bretton Woods – s'est peu à peu instaurée et ne se heurte aujourd'hui à aucun obstacle. Grâce aux techniques de l'information et aux communications modernes, beaucoup de services, surtout ceux à forte valeur ajoutée, sont devenus exportables. On ne franchit pas seulement les frontières pour échanger des produits finis, mais aussi durant le processus de production.

Pourtant, à quelques faibles exceptions près, les institutions de politique publique néces-

saires au soutien des marchés sont restées la prérogative exclusive des États-nations, qui interprètent la souveraineté en termes absolus et refusent de reconnaître une autorité supérieure à la leur. Il est évident que, dans de telles conditions, aucune économie « intérieure » ne peut remplir les conditions nécessaires à son bon fonctionnement par manque de la composante essentielle et irremplaçable qu'est la politique publique. En gros, cette composante, qui distingue l'anarchie de la liberté économique, est un système comprenant l'État de droit (qui inclut à la fois l'élaboration et la mise en œuvre des lois et des normes, etc.), la disposition de biens publics essentiels, l'autorité sur le pouvoir et les ressources nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

L'économie intérieure est devenue planétaire. Un Martien objectif qui débarquerait sur terre demain avec des connaissances économiques de base trouverait parfaitement évident qu'un marché mondial dépourvu de politique publique soit instable et fonctionne mal. Le champ d'action de ce qui est « public » devrait, par définition, correspondre ou dépasser celui des acteurs « privés » du marché. Les près de deux cents souverains, soi-disant absolus, ne sont « publics » qu'à l'intérieur de leurs frontières. Sur la scène mondiale, ils sont des acteurs « privés ».

L'absence de système de règles et de discipline internationales est évident. Les timides communiqués publiés systématiquement à la suite des sommets internationaux, déclarant qu'il faut corriger les déséquilibres globaux, n'ont pas été suivis de pressions réelles et moins encore d'action résolue. Le FMI n'a pas le pouvoir nécessaire qui lui permettrait de surveiller et d'influencer les politiques des pays les plus importants. Dans le secteur financier, des comités internationaux de régulateurs (Comité de Bâle, IOSCO, etc.) et le *Financial Stability Forum* récemment créé – pour louables qu'ils soient – n'ont pas vraiment modifié la fragmentation des politiques. Composés de représentants nationaux, ces comités sont fondamentalement incapables d'agir en qualité de puissances supra-nationales. De plus, les institutions financières contournent souvent des règles acceptées internationalement en domiciliant leurs affaires dans des centres *offshore,* où la régulation et la supervision sont laxistes. Dans le domaine monétaire, la surabondance de liquidité internationale et l'absence d'un régime de taux de change établi ont depuis longtemps cessé d'être à l'agenda des discussions internationales. La composition des organes et des forums internationaux reflète davantage des réalités passées que la situation actuelle, ce qui sape leur représentativité. Le nationalisme économique a contribué à l'incubation de perturbations et gêné leur gestion après l'irruption de la crise.

Il serait injuste de dénoncer les défauts du nationalisme sans reconnaître immédiatement l'immense difficulté d'y remédier. Même notre Martien ne tarderait pas à découvrir la complexité d'une telle entreprise. Mais nous nous bercerions d'illusions si nous négligions l'urgente nécessité de réduire la coupure entre le marché et la politique.

Le court-termisme ou l'illusion du temps

La crise trouve enfin ses racines dans une troisième défaillance due à la forme particulière du système de marché qui a dominé les dernières années : le rétrécissement excessif des horizons temporels dans la conduite des affaires tant privées que publiques. Le court-termisme – trait de notre comportement qui relève plus du domaine des habitudes sociales et des attitudes psychologiques que de celui des idées ou des institutions – montre que nous n'avons pas encore appris à maîtriser le changement révolutionnaire que la technologie moderne a apporté à l'échelle du temps.

Le court-termisme s'est répandu dans toute la société anglo-saxonne et au-delà. Le signe le plus évident en est l'élimination de l'épargne, parce que celle-ci est l'essence même de l'incorporation du temps dans les décisions économiques. Nous épargnons pour l'avenir, mais, si le futur n'a pas de valeur parce que nous ne regardons pas au-delà d'aujourd'hui, pourquoi épargnerions-nous ? Le modèle de « croissance sans épargne », décrit ci-dessus, ne peut durer que si quelqu'un d'autre épargne et prête ; lorsque le prêteur demande à être remboursé ou cesse de prêter, la maxime d'Herbert Stein devient vraie. Une autre preuve de la diffusion du court-termisme est le rétrécissement de l'horizon temporel de la politique économique et du processus politique en général. Les gouvernements élus ne

bénéficient plus de toute la durée de leur mandat ; leur légitimité *de facto,* et donc leur force, ne dure que pour autant qu'ils sont soutenus par des sondages d'opinion, comme s'ils devaient être réélus en permanence. Planifier une politique économique pluriannuelle est un investissement politique très risqué auquel peu d'hommes politiques osent se livrer et il est d'ailleurs possible qu'en tant que profession, la politique n'attire pas les individus enclins à penser à plus long terme. Cela signifie qu'aux États-Unis, par exemple, où le mandat présidentiel dure quatre ans et la campagne électorale au moins deux, l'administration en exercice a besoin d'une économie qui ne cesse de croître et est presque obligée d'agir avec des horizons à court terme.

Le raccourcissement de l'échelle du temps a d'autres manifestations, apparemment moins fondamentales et simplement techniques qui ont cependant joué un rôle important en préparant le terrain pour la crise. le passage d'un système financier fondé sur la banque à un système fondé sur le marché, l'essor du modèle financier « octroi puis cession » et le développement de la titrisation et des instruments négociables (la transformation de l'habit financier, passé du sur mesure au prêt-à-porter) sont tous des changements qui encouragent des calculs économiques fondés sur un horizon limité. Les actifs sont négociés en permanence en fonction de l'évolution possible de leur valeur de marché dans le futur proche. L'estimation de leur valeur à l'échéance compte beaucoup moins que de deviner à combien les évaluera le marché dans quelques mois, semaines, voire jours. Ce phénomène est comparable à l'impact des sondages instantanés sur la politique. La rémunération des directeurs et des directeurs généraux est fondée sur les résultats à court terme. Les normes en matière comptable reposent sur le principe du cours du marché, comme si la « vraie » valeur d'une entreprise était le prix auquel elle pourrait être liquidée aujourd'hui.

La diffusion du court-termisme n'est pas une tendance superficielle. Il faut la voir comme un élément d'un véritable changement anthropologique, provoqué par la dislocation soudaine des échelles du temps et de l'espace avec lesquelles nous vivons. En l'espace réduit de six ou sept générations (et bien plus rapidement à l'extérieur du monde occidental), une échelle, restée immuable dans les mentalités humaines pendant des millénaires, a soudain été transformée par la technologie. Celle-ci a en effet fait éclater le temps jusque-là nécessaire pour produire un bien, creuser un tunnel, déplacer les gens et les marchandises à travers la planète, fournir de l'information et faire un calcul. Par référence au proverbe qui existe dans toutes les langues (« le temps, c'est de l'argent »), nous pouvons qualifier ce changement d'octroi d'une valeur très élevée à une forme monétaire particulière, le temps. En termes de quantités à manufacturer, de transport ou de communication, la valeur d'une heure dans ce nouveau monde est aujourd'hui égale à celle que l'on accordait, dans l'ancien monde, à un mois, une année ou une décennie.

Le court-termisme est insidieux parce qu'il néglige les nombreux aspects de la vie humaine et de la réalité économique dans lesquels l'échelle du temps n'a *pas* changé. Il est possible qu'une perspective à court terme prolonge une bulle et retarde le moment où les fondamentaux économiques s'imposent eux-mêmes, mais elle ne peut pas prolonger indéfiniment ce qui n'est pas viable. Lorsqu'elle essaie de le faire, elle devient une forme d'illusion temporelle condamnée à un réveil difficile. Notre vitesse est passée de dix à cent *miles* à l'heure, mais nos phares éclairent toujours la même portion de la route. Or, lorsqu'ils ont enfin illuminé les obstacles sur notre chemin, nous avons découvert que nous n'avions pas le temps de freiner.

Apprendre à concilier la nouvelle et l'ancienne échelles du temps est une tâche qui ne relève pas seulement des individus et des institutions privées, mais qu'il faut aussi inscrire à l'agenda des politiques publiques. Certains lecteurs pensent peut-être que les carences dues au raccourcissement des horizons temporels sont un problème d'ordre privé. Une plus ample réflexion révèle cependant qu'il est justifié et de plus en plus nécessaire que les politiques publiques protègent contre le risque d'être privé d'avenir. Par exemple, le public a un rôle à jouer dans la protection des ressources naturelles et la gestion de la redistribution entre les générations ; il s'agit là d'externalités liées au temps, que les mécanismes ordinaires de marché ne sont pas capables de gérer. Après tout, l'objectif d'une constitution est aussi de défendre les futurs

gouvernements contre le risque d'être privés de leurs prérogatives par le gouvernement actuel. S'occuper des pièges du court-termisme et réfléchir aux moyens institutionnels d'encourager un rapport plus équilibré entre considérations à court terme et à long terme dans le processus de décision économique et politique des acteurs privés comme publics est un défi majeur. Les événements des deux dernières années suggèrent cependant que l'on ne peut en faire l'économie.

Il est urgent de comprendre

2009, la troisième année de crise, commence dans un climat d'incertitude et d'anxiété. La succession de *krachs* et de scandales financiers n'est pas terminée. La détresse a gagné le monde entier. La production, l'emploi et le niveau de vie en sont affectés. Il est vrai que, pour le moment, on n'a pas commis les erreurs politiques qui avaient précipité le monde dans une longue dépression après 1929, mais cela ne suffira pas à éviter une baisse dramatique de l'activité économique. Et la contraction du commerce international, qui ressort des tout derniers chiffres, montre qu'il est bien trop tôt pour déclarer que les pires expériences des années trente ne se répéteront pas.

Si l'on a bien compris à présent l'éclatement de la bulle immobilière et la panique qui a saisi les marchés, on a encore un certain mal à reconnaître que les déséquilibres macroéconomiques et le modèle de « croissance sans épargne » sont les causes profondes des bouleversements actuels. Or ne pas le reconnaître pleinement risque de réduire les chances de succès des réformes.

Cet article souligne les trois défaillances de la forme particulière d'économie de marché que nous avons connue au cours des trois dernières décennies jusqu'à cette crise finale : fondamentalisme du marché, nationalisme économique et court-termisme. La première défaillance, rechute dans des erreurs passées et bien connues, est correctement identifiée et sera probablement corrigée. Nous devrions même prendre garde à éviter une surcorrection. Quant au nationalisme, les économistes, les spécialistes de sciences politiques et les historiens en ont complètement analysé la nature et ont indiqué les remèdes à apporter. Les institutions créées après la Seconde Guerre mondiale au niveau mondial et, avec plus de succès, au niveau européen sont efficaces et constituent des exemples prometteurs des réformes nécessaires. La difficulté majeure réside ici dans la résistance farouche des pouvoirs établis au changement. Moins bien compris, le court-termisme n'est peut-être même pas reconnu comme un facteur central à l'origine de la crise. J'ai essayé d'expliquer son importance et pourquoi il devrait être pris en compte dans une politique de réformes.

Réformer l'économie de marché à l'échelon mondial est la condition pour faire repartir la prospérité, vaincre la pauvreté et, très probablement, préserver la paix. Inutile de souligner à quel point la tâche est ardue. C'est à présent aux responsables politiques d'entrer en scène. Nous sommes à l'un de ces rares moments où l'argile, avec laquelle on façonne les systèmes, les institutions et les mentalités, s'est ramollie et est prête à prendre de nouvelles formes. Il est urgent de comprendre la crise actuelle pour pouvoir donner une nouvelle forme à l'argile avant qu'elle durcisse, une forme capable de traverser les décennies à venir. Les crises nous ouvrent les yeux, alors que les périodes ordinaires ont tendance à nous les fermer. C'est pourquoi les crises sont aussi des occasions.

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA
Traduit de l'anglais par Isabelle Hausser